

新興市場的資本淨流出

呂桂玲

一、前言

由於 1997 年亞洲金融風暴以來，國際資金流向新興市場的金額減少，且新興市場居民的資金流出，加以嗣後的 2002-2004 年間，新興市場政府累積了大量的國際準備等，使得 2000 年起，新興市場國家成為資本淨流出國（註 1），這與傳統的觀念認為資本應該從資本豐富的國家流向資本缺乏的新興市場之定律相違背。究其原因，金融風暴後

資金流動進行調整，新興市場國家降低外債及累積國際準備，以及全球性的資產配置等，使新興市場國家成為資本淨流出國。

本文以下首先描述新興市場的資本流動情況，之後探討新興市場自 2000 年起資本淨流出的主要原因，並討論資本淨流出的影響，最後為政策建議及展望。

二、新興市場由資本淨流入者轉變為淨流出者

自 1980 年代末期起，國際民間資金大舉流入新興市場，新興市場一直是主要的資本淨流入者，但自 2000 年起，開始轉變為資本淨流出者。從 2000 年至 2004 年的資本淨流出期間又可分為兩個階段，而分別由民間資本流動及官方國際準備的累積扮演主導的角色（參見表 1）。

2000 年至 2001 年間，國際民間資金流入新興市場大幅減少，而於 2001 年達到最低點，同期間，新興市場的居住民資金則大幅流出，而形成資本淨流出。至於 2002 年至 2004 年間，國際民間資金大幅反轉回流新興市場，而官方為避免匯率升值進行干預，累

積了空前的國外資產，是新興市場成為資本淨流出的主因。其中，亞洲地區自 1999 年起，資金流出已經超過流入，成為資金淨流出地區。

2003 年全球資本流出國家中，以日本佔 21% 為最大資本流出國，新興市場則以中國大陸為最大資本流出國，佔 7.1%，俄羅斯次之佔 5.5%。資本流入國中，美國佔 71.5% 為最大流入國，英國次之，佔 4.5%（參見圖 1）。

（一）民間資本流動

就民間資金流動觀之，國際民間資金淨流入新興市場在 1997 年達到最高峰後急遽下

表 1：新興市場資本之流出入

單位：10 億美元

年	資本流入總計 (括弧數字為相對 GDP 之比率, %)		資本流出總計 (括弧數字為相對 GDP 之比率, %)		資本淨流出入 (正數為淨流入, 負數為淨流出。括弧中之數字為相對 GDP 之比率, %)		
	民間	政府	民間	政府			
1996	274.9 (4.6)	271.2	3.7	-200.5 (-3.4)	-118.4	-82.2	74.4 (1.3)
1997	334.9 (5.4)	310.4	24.5	-287.6 (-4.6)	-191.3	-96.3	47.3 (0.8)
1998	255.7 (4.3)	211.4	44.3	-151.5 (-2.5)	-148.6	-2.8	104.2 (1.7)
1999	211.8 (3.6)	189.0	22.8	-206.6 (-3.6)	-169.4	-37.2	5.2 (0.1)
2000	192.8 (3.1)	188.1	4.7	-291.9 (-4.6)	-217.6	-74.2	-99.1 (-1.6)
2001	132.9 (2.1)	100.2	32.7	-182.9 (-2.9)	-97.7	-85.2	-49.9 (-0.8)
2002	150.0 (2.3)	140.1	9.9	-240.5 (-3.7)	-91.7	-148.8	-90.5 (-1.4)
2003	243.4 (3.4)	225.1	18.3	-381.1 (-5.3)	-86.1	-295.1	-137.7 (-1.9)

資料來源：IMF (2004)，“Emerging Markets As Net Capital Exporters,” *Global Financial Stability Report*, Chapter IV, September 2004。

降，直至 2003 年起方大幅反轉回升，其主要變化來自民間金融債權的波動（參見圖 2）。金融危機以後，外人對新興市場的民間淨債權明顯下降，主要是國際銀行大幅縮減對新興市場的放款，至於外人購買新興市場債券則較不受影響，直至 2003 年，國際間對新興市場的淨債權呈現大幅回升。

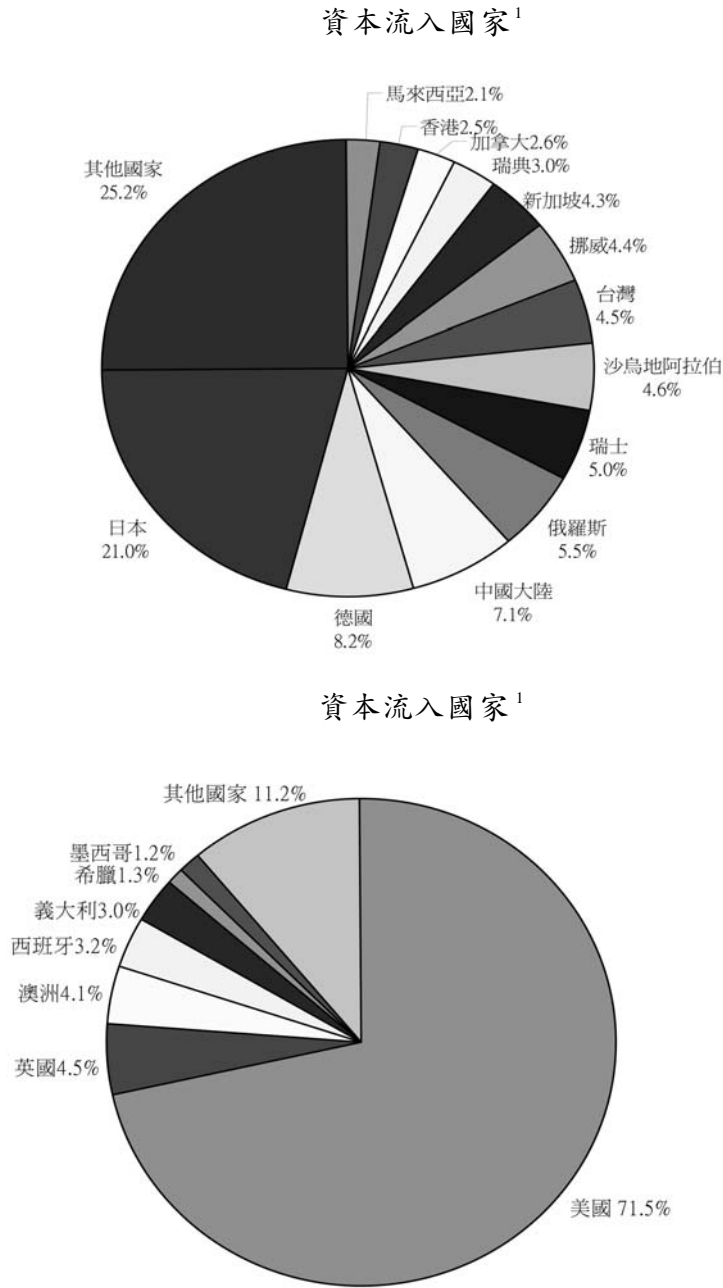
不過，一直居國際民間資金流入新興市場最大宗的外人直接投資(FDI)淨額，即使在金融危機期間以及其後的恢復期，都一直保持穩定的成長，僅在 2002 年及 2003 年間成長略為減緩。

至於新興市場居住民的資本流出，早在 1997-2000 年外人自新興市場撤回資金之前，

新興市場居住民的資金外流即開始不斷增加，包括進行海外投資及資本逃逸。其中以投資海外證券為最大宗，且急遽增加，1997 年僅 160 億美元，2003 年增至 770 億美元。至於新興市場對海外直接投資亦增加迅速，由 1997 年的 190 億美元增至 2003 年的 380 億美元。

就亞洲地區而言，亞洲地區的國際民間資金流入在 1995-96 達到最高，在金融危機期間一度驟降，1999 年即領先其他新興市場開始回升。其中，中國大陸的外人直接投資(FDI)一直維持穩定增加（註 2），並取代美國成為全球最大的外人直接投資對象國。2002 年以後，國際民間資金大幅回流亞洲地

圖 1：2003 年全球資本流動圖



資料來源：IMF(2004)，“Emerging Markets As Net Capital Exporters,” Global Financial Stability Report, Chapter IV, September 2004

註 1：資本流出以經常帳盈餘衡量，資本流入以經常帳赤字衡量，誤差與遺漏項視為資本暨金融帳的一部份。

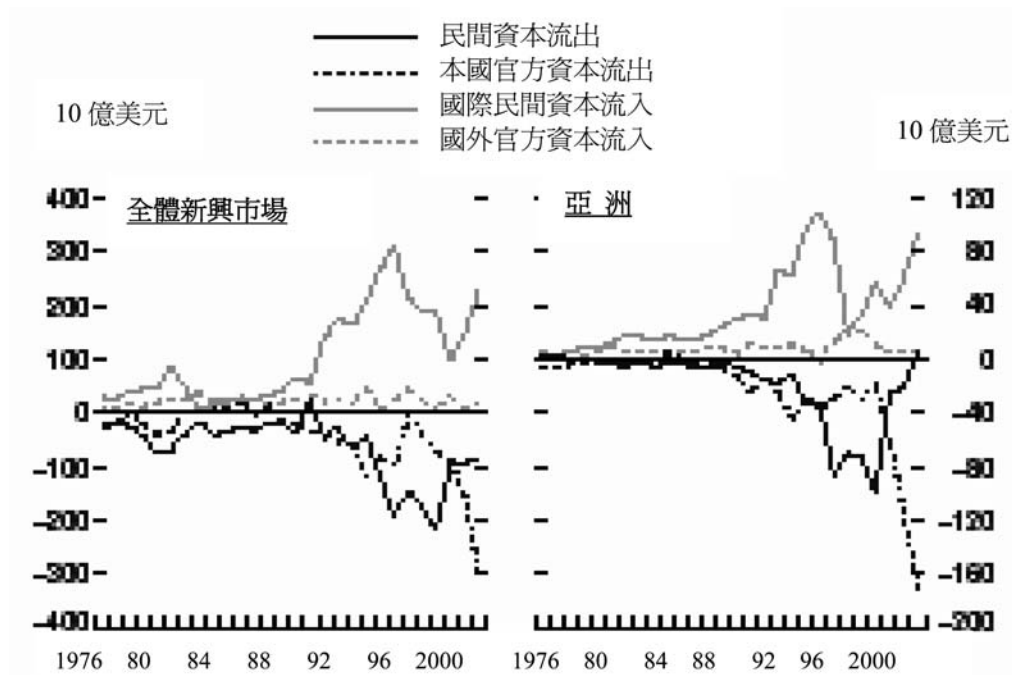
表 2：亞洲國家的國際準備

國家	國際準備（億美元）			2003 年底國際準備對短期債務之倍數
	1996 年	2003 年	2004/9 月	
中國大陸	1,070	4,033	5,145	14.2
印度	202	989	1,154	6.4
南韓	340	1,554	1,745	3.4
印尼	183	350	350	1.5
馬來西亞	270	445	566	5.4
菲律賓	100	135	125	1.6
泰國	387	411	437	2.1

資料來源：1. IMF (2004), "Emerging Markets As Net Capital Exporters," *Global Financial Stability Report*, Chapter IV, September 2004。

2. 2004/9 月資料為各國全球資訊網站公佈之最新官方準備數字。

圖 2：新興市場民間及官方資本流出入圖



資料來源：IMF (2004), "Emerging Markets As Net Capital Exporters," *Global Financial Stability Report*, Chapter IV, September. 2004.

區。2003 年的國際民間資本流入中，計有三分之二（以淨流入計算，接近 1,000 億美元）流向亞洲新興市場，主要為中國大陸的外商直接投資及印度、印尼、南韓、馬來西亞、泰國的外人證券投資，其原因除了亞洲經濟情況改善外，預期人民幣及印度幣升值是一個重要因素。

在居民資金流出方面，1990 年初以後亞洲地區居民的資金流出呈逐步增加之勢，1996 年起加速擴大，至 2001 年方轉而急遽縮減。

（二）官方資本流動

相較於 1990 年代以來國際民間資金大舉流入新興市場，官方的資金流入新興市場的金額則非常之小，僅在金融危機期間會有較

多的金額。

在官方中長期資本流動方面，由於拉丁美洲接受國際貨幣基金（IMF）的金援，全體新興市場的中長期官方資本流動呈淨流入。但就亞洲地區而言，則由於償還國際貨幣基金（IMF）的金援，中長期官方資本流動呈淨流出。

在官方短期資本流動方面，亞洲地區在金融危機之後由於經常帳大幅順差及民間資金回流，為了避免升值，影響出口競爭力，官方不斷買進國外資產以維持低估的匯率，2001 年起，亞洲地區的國際準備加速累增，造成官方的短期資本流出遠大於民間資本淨流入，是 2001 年以後新興市場資金淨流出的主因。

三、資本淨輸出的原因

（一）金融危機後的調整過程

2000 年至 2001 年間，新興市場由資本淨流入轉為資本淨流出的重要原因之一是受金融危機的影響，使得國際資金重新調整其流向；原因之二是新興市場進行了資產負債表的調整—降低外債。而這些都是透過國外負債的減少及國外資產的增加等調整過程，造成資本淨流出。而在各類資金調整中，以國際銀行聯貸的減少最為明顯。

新興市場資本轉呈流出的調整過程，首先是因金融危機影響，使資金反轉流出，造成受害國的匯率及股價等資產價格下挫，引

發銀行危機以及不景氣，進而又驅使資金繼續外流。同時，在這些不利的條件下，借入外債的能力也受到限制。

就國外負債的減少的調整過程來看，外債如果是以國際銀行借款為主，調整過程費時較長，若以債券發行為主則費時較短，其中若以政府債券為主亦較企業債券為主費時短。再者，銀行發生危機之下，若銀行壞帳處理效率越高，調整時間越短。此外，如果一國的國內金融市場較完備，尤其是有較成熟的債券市場，可以在銀行體系出現問題時，繼續協助企業取得資金，則調整時間也

會縮短。以亞洲金融危機後的調整過程來看，各國所需時間長短不一，從馬來西亞的三年到印尼及泰國的五年不等。

就國外資產增加的調整過程來看，在金融危機之後的 1997 年至 2000 年之間，新興市場居民投資海外明顯急遽增加，其中尤以証券投資為大宗。2001 年起，居民投資海外總金額雖然大幅減少，但証券投資仍持續增加。

（二）國際準備大量累積

亞洲金融危機以後，不僅是危機受害國，即或非受害國，政府當局的風險意識普遍提高，紛紛提高國際準備的持有，以加強自我防衛能力，防範金融危機的發生。

事實上，亞洲的印尼、馬來西亞及韓國等國在金融危機後不到兩年，其國際準備即已恢復至危機前的水準，惟在防衛心理之下，各國仍繼續累積國際準備，以致於國際準備的水準以各種經驗法則來衡量，均屬於超高水準。例如有人主張，國際準備應以足夠應付一年內的外債償還為最適持有金額，然而以 2003 年底為例，亞洲國家的「國際準備/短期外債」比例相當高，由 2 倍至 14 倍不等（註 3）（參見表 2）。

另一方面，在出口導向的政策下，為了維持出口競爭力，各國極力避免名目匯率升值，而買進國外資產以維持低估的匯率，亦是新興市場國家國際準備大增的主要原因之一。2002 年起，亞洲國家面對短期資金流

入，積極買入美元資產，國際準備大幅增加（註 4）。

累積過多的國際準備雖有機會成本且可能面臨損失，但從近年新興市場國家大量累積國際準備的事實來看，建立自我防衛能力及維持出口競爭力從而促進經濟成長的重要性對新興國家而言或許大過一切。

（三）全球性因素

在全球化之下，國際性因素如國際股市下挫，中國大陸在全球產銷上地位愈來愈重要，以及全球的經常帳分佈嚴重失衡等等，對新興市場的資金流動有重大的影響。尤其是，新興市場的資產已成為國際投資者資產選擇的重要一環，全球的資產配置行為--透過風險收益的評估--和新興市場息息相關。尤其是 2000 至 2002 年間，由於地緣政治風險及國際間認為新興市場資產的風險已升高，造成新興市場的資本流入減少，是新興市場轉變為資金流出的原因之一。

評估全球資產的風險與報酬，在債券市場方面，1996 年至 2003 年間，美國債券的 Sharpe ratio（每單位風險的超額報酬率）高於新興市場、日本及歐洲的債券；股市方面，1994 年至 2001 年間，美國股市的 Sharpe ratio 也最高。因此，國際資金是流往報酬率較高的地方，或者，在不確定的時機則流向風險較低的地方。2003 年以來，新興市場的 Sharpe ratio 已有改善，而吸引資金回流，不過美國等先進國家的升息將有所衝擊。

在金融危機後的調整過程中，新興市場大幅降低外債而增加流動性資產，近來，新興國家許多資金存放在美國銀行間存款及美國政府債券等較安全的投資資產，相較於外國資金流入新興市場常投入風險較高的股市，而形成國際間的期別移轉及風險移轉——風險由新興市場轉移至先進國家。風險移轉促使新興市場的資產負債表較為穩健。而美

國則形同提供期別轉換、吸納風險的全球性金融中介。

美國經常帳逆差與日俱增也是造成新興市場資本淨輸出的重要影響因素。1985 年之前，美國經常帳逆差的融通是透過西歐、日本及其他先進國家的資本流出，目前則由新興市場取而代之。

四、政策建議與展望

新興市場由資本淨流入轉為資本淨流出，其調整過程對總體經濟產生不利影響，惟若能採行一些政策措施及制度性的改革，將可使民間與政府部門的資產負債調整更有效率，調整時間更短，衝擊也更小。相關措施如下：

（一）透過結構性的改革（法令規章及賦稅改革、財產權之保護、穩定及透明的法律規範等），改善投資環境，並吸引具有平穩景氣功能的 FDI，則經濟復甦步伐加快。

（二）制訂破產法、強化財產權，以及建立快速處理不良資產之方法，不僅可使國內企業受危機的不利影響降至最小，並可吸引國外資金流入。

（三）建立有深度及高流動性的資產及證券市場，以避免資產價格過度調整，緩和抵押品價格下跌幅度，以穩定信用流量，並有助於所有權及控制權的順利移轉，使資源有較佳的配置。

至於新興國家巨額的國際準備問題，首先，累積國際準備資產進行自我防衛不僅成本高，對總體經濟金融穩定也會有不良影響。事實上，健全的總體經濟政策以?定一國經濟金融，是增加防衛能力的必要條件，但單靠健全的政策仍然不足，尚要更積極地發展國內金融市場，包括債券市場、衍生性金融商品，一方面改進資本配置效率，一方面讓民間企業有更多元化的融資管道。若此，一國面臨外來衝擊時，將具備更大的防衛能力，而可降低對國際準備的依賴。

再者，新興國家對國際準備的管理也有應加強之處。首先，新興市場政府當局對資產面及負債面應該要進行綜合的風險管理，以更審慎的評估持有國際準備的成本及效益。目前多數新興市場都忽略一國資產負債表中隱含的資產和負債的抵換（trade-off）關係。持有國際準備除了要評估潛藏的匯率變動等市場風險外，也要考慮對國內流動性及

通膨壓力的影響。此外，在持有大量的國際準備下，國際準備的投資也需要更費心，必須要有專業人才或是委由民間機構進行專業管理。

國際準備過度累積將造成國內超額流動性，可能導致銀行濫貸，影響銀行資產品質而危及金融穩定。在各國央行大規模進行沖銷以吸納過多的流動性之下，若國內資產的收益率高過國外資產，將造成財政負擔。另一方面，巨額的國際準備也必須面臨利率及匯率波動的風險，其中若國際準備大多以美元資產持有，則美元貶值將造成匯兌損失。此外，干預匯率造成投資人對匯率的單向預期，貨幣終究將升值的壓力繼續累積，進一步鼓勵資金的流入，更加重貨幣政策的困難度。因此，匯率制度應較具彈性，一方面降低國外衝擊的影響力，另一方面，貨幣政策

才能專注於國內物價的穩定。

如前所述，在全球化下，新興市場的資產已是全球投資人資產選擇的一環，同時新興市場資產的競爭對手並不單是其他新興市場，而是和參與全球金融市場的各種資產共同競爭，因此，新興市場政府當局必須要有永續、健全的總體政策，以提高經風險調整後的報酬率，吸引國際投資人，穩固資本流入。

最後，關於國際失衡問題—美國經常帳逆差的矯正對新興國家資本流動的影響，實難預作評估。有人認為美元貶值將阻擋資金流入新興國家，但也有人認為美元貶值只會導致財富重分配，而不會影響目前的貿易型態，因此無助於國際失衡的調整。無論如何，國際失衡問題應有秩序地進行矯正，才有助於新興市場資本流動的穩定。

附 註

- (註 1) 在此所指的淨資本輸出國是，一國的經常帳正數，也就是資本帳及金融帳負數時。而誤差及遺漏項列在資本及金融帳內。
- (註 2) 中國大陸的外人直接投資，在 1999 年及 2000 年約 400 億美元，嗣後自 2001 年至 2003 年各年多維持在 450 億美元至 550 億美元間。參見中國商務部全球資訊網站公佈之統計資料。
- (註 3) 國際貨幣基金 (IMF) 的預警系統顯示，若淨國際準備對短期負債比率較高，則較能保證這些國家可以符合現金流動性的需要，並避免債務展期問題，也降低貨幣危機的可能性。
- (註 4) 僅 2002 年及 2003 年，亞洲國家 (包括中國大陸、新加坡、台灣、南韓及亞洲四小虎) 新增的國際準備計有 3,750 億美元，其中，中國大陸約占 30%。參見 Reserve bank of Australia Bulletin (2004)。

參考資料

- IMF (2004), "Emerging Markets As Net Capital Exporters," Global Financial Stability Report, Chapter IV, September, pp 212-160.
- IMF Survey (2004), "What has Asia Learned about Surging Capital Flow?" November 8.

Reserve Bank of Australia (2004), "Asia Capital Flows", Reserve Bank of Australia Bulletin, August, pp 56-61.

(本文完稿於民國 93 年 12 月，作者現為本行經濟研究處金融統計科二等專員)